

אופטימיות בשווקים על רקע נתוני מאקרו חלשים מהצפוי, אך השיפור בתנאים

הפיננסים אינו עולה בקנה אחד עם כוונות ה-Fed

סקירת מאקרו, רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

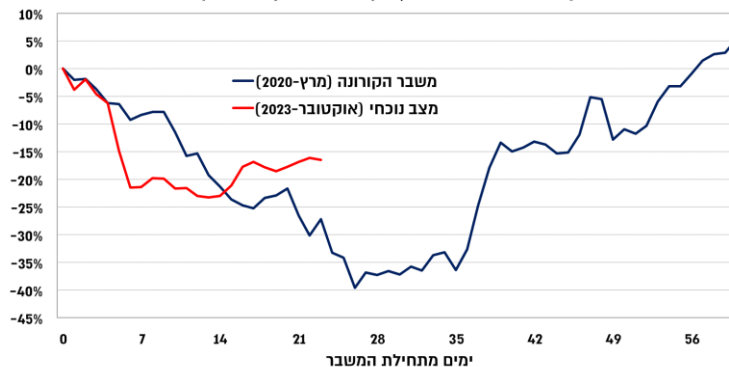
- ◆ מדדי מנהלי הרכש במדינות המובילות בעולם, המהווים אינדיקטור מקדים לפעילות הצפויה, מצביעים על מומנטום נחלש בפעילות הגלובלית, תוך דשדוש בפעילות התעשייה והאטה בענפי השירותים, כאשר מבחינה גיאוגרפית ארה"ב ממשיכה לבלוט לטובה ביחס לגוש היורו ולסין.
- ◆ מעבר לחולשה היחסית בנתוני המאקרו, השווקים התעודדו בשבוע האחרון מהטון שעלה מהחלטת הריבית בארה"ב. עם זאת, חשוב לציין כי פאוול השאיר פתח להעלאת ריבית נוספת, שכן הוא תולה במידה מסוימת את המשך הירידה באינפלציה בהאטה בפעילות כתוצאה מהקשחת התנאים הפיננסיים, ששקולה להעלאת ריבית. לכן, השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסיים במהלך השבוע האחרון, אינו מהווה התפתחות רצויה מבחינת ה-Fed, ובמידה ונתוני האינפלציה לא יצביעו על המשך ירידה, העלאת ריבית תעלה מחדש על הפרק.
- ◆ התמחור בשוק המקומי נוטה להתממשות התרחישים היותר אופטימיים מבחינת משך והיקף המלחמה, וחשוף להתפתחויות שליליות מבחינה זו. גם שוק איגרות החוב הממשלתיות מאמץ את הערכה זו, שכן הוא ממשיך לגלם הפחתת ריבית מהירה יחסית, וזאת למרות שבנק ישראל אותת כי מהלך זה אינו רלוונטי כל עוד קיים לחץ לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, והפחתת ריבית תהיה רלוונטית בשלב ההתאוששות.

השווקים הפיננסיים בעולם רשמו שבוע חיובי, עם עליות חדות בשוקי המניות המובילים בעולם, ובפרט בארה"ב עם עליות של כ-6%. התפתחות זו נתמכה בירידת תשואות מהירה בשוקי איגרות החוב וזאת על רקע מספר גורמים ובראשם: נתוני מאקרו חלשים מהצפי, הותרת הריבית בארה"ב ללא שינוי שלוותה בהודעה שנתפסה כ"יונית" באופן יחסי, רגיעה מסוימת בחששות מפני החרפה במישור הגיאו-פוליטי ותוכנית הנפקות החוב בארה"ב שהתאפיינה בתמהיל נוח ביחס לציפיות מהמוקדמות. המגמה החיובית בשווקים לוותה בהיחלשות של הדולר בעולם ובירידה חדה במחיר הנפט.

גם השוק המקומי הצטרף למגמה העולמית עם עליות חדות בשוקי המניות (5.5%-5%) שלוו בירידת תשואות בשוק איגרות החוב ובהתחזקות של השקל. התחזקות השקל מול הדולר הייתה חלק מההיחלשות המהירה של הדולר בעולם לאורך השבוע האחרון (DXY נחלש בכ-1.5%), שילוב של האופטימיות בשווקים שנתמכה גם בירידה מסוימת ברף החששות מהגורם הגיאו-פוליטי, כל עוד המלחמה לא מתרחבת בעוצמה גבוהה לגבול הצפוני של ישראל, והיא קיבלה ביטוי גם בירידה חדה של כ-6% במחיר הנפט. התחזקות השקל, בשיעור של כ-3.5% מול הדולר, במהלך השבוע הושפעה גם מהעליות החדות במדדי המניות בארה"ב, שמגיעה בנקודה בה שיעור החשיפה של המוסדיים למט"ח נמצא ברמות שיא. כל זאת ברקע תוכנית מכירות המט"ח של בנק ישראל, שפרטים לגבי מידת המעורבות בחודש אוקטובר יפורסמו השבוע.

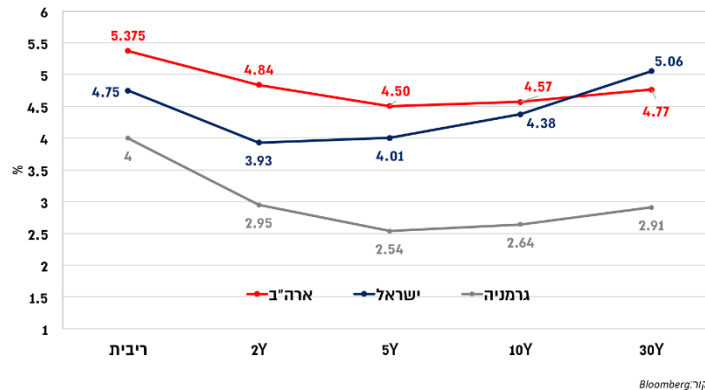
מבחינת תמונת המאקרו המקומית, נתוני המאקרו שפורסמו ובפרט המדד המשולב ונתוני התעסוקה שיקפו שיפור בצמיחת המשק ברבעון השלישי, ערב המלחמה. כמו כן, נתוני ההוצאות בכרטיסי אשראי הצביעו על התאוששות מסוימת לאחר הצניחה שאפיינה את תחילת המלחמה, לרמות נמוכות בכ-15% ביחס לתחילת המשבר. במקביל סקר העסקים של הלמ"ס שנערך לקראת סוף אוקטובר הצביע על פגיעה חריפה ורחבת בפעילות יותר מאשר זו שמסתמנת בנתוני כרטיסי האשראי, והיא בלטה בעיקר בקרב עסקים קטנים, מבחינה ענפית בענפים שתלויים בעובדים זרים ובמידת המוביליות (בינוי, מסעדות ופנאי) ומבחינה גיאוגרפית בדרום וצפון הארץ.

התאוששות מסוימת בהוצאות בכרטיסי אשראי לאחר ירידה חדה בתחילת המלחמה
 (הוצאות בכרטיסי אשראי, מרץ 2020 מול אוקטובר 2023)



עם זאת, התמחור בשוק המקומי נוטה יותר להתממשות התרחישים היותר אופטימיים מבחינת משך והיקף המלחמה, וחשוף להתפתחויות שליליות מבחינה זו. נראה כי גם שוק איגרות החוב הממשלתיות מאמץ את הערכה זו, שכן הוא ממשיך לגלם הפחתת ריבית מהירה יחסית, וזאת למרות שבנק ישראל ציין בבירור כי מהלך זה אינו רלוונטי כל עוד קיים לחץ לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, והפחתת ריבית תהיה רלוונטית בשלב ההתאוששות של המשק. לפיכך, התמחור הנוכחי (העקום הממשלתי השיקולי נע בין כ-3.9% בטווח של שנתיים לכ-4.4% בטווח של 10 שנים) מגלם להערכתנו הסתברות גבוהה מדי להפחתת ריבית, שאמנם עקבית עם ההרעה הצפויה במצב המאקרו, אך על רקע אי הודאות הגבוהה בכל הנוגע להשפעות המלחמה ובהתחשב בכך כשנקודת המוצא כוללת אינפלציה גבוהה יחסית ומגמת פיחות ממושכת בשקל, פרופיל הסיכוי-סיכון בתמחור הנוכחי תומך עדיין בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת מח"מ התיק, ומבחינה טאקטית עדיפות לקצוות העקום על פני האמצע.

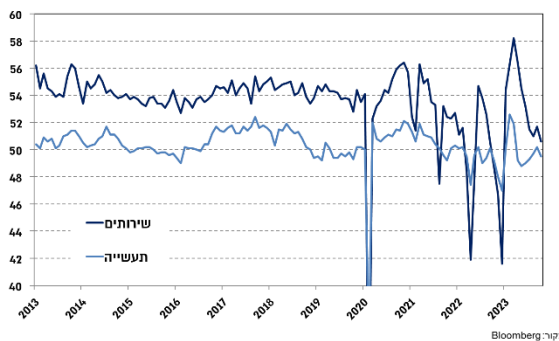
השוק המקומי מגלם הסתברות גבוהה מדי להפחתת הריבית
(עקום איגרות החוב הממשלתיות- השוואה בינלאומית)



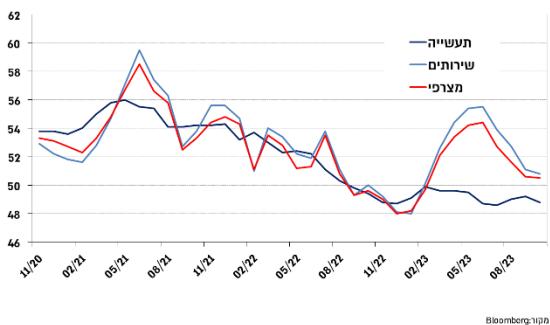
המומנטום בפעילות הגלובלית נחלש

מבחינת נתוני המאקרו, מדדי מנהלי הרכש במדינות המובילות בעולם הצביעו באוקטובר על היחלשות המומנטום של הצמיחה הגלובלית. המדד הגלובלי אמנם נותר עדיין מעל ל-50 (50.6), שמשקפת המשך התרחבות בפעילות, אך בקצב שהולך ומתמתן. בעוד פעילות התעשייה מדשדשת כבר זמן רב, בעיקר בהשפעת נירמול הצריכה והתאמת המלאים לאחר משבר הקורונה, הירידה במדד המצרפי מובלת לאחרונה על ידי ענפי השירותים, בפרט בסין ובגוש היורו. המדדים הסיניים שהתאוששו בתחילת השנה עם פתיחת המשק הסיני, איבדו מומנטום באופן מהיר וזאת למרות המדיניות המרחיבה בסין, והדבר מעיד על הבעיות המבניות בסין כתוצאה ממיצוי מודל הצמיחה שנשען על השקעות והתפוצצות בועת הנדל"ן.

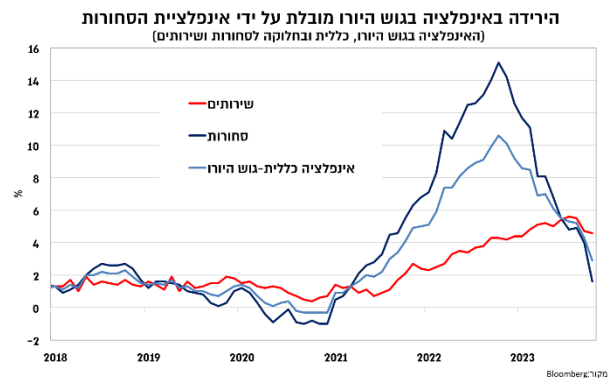
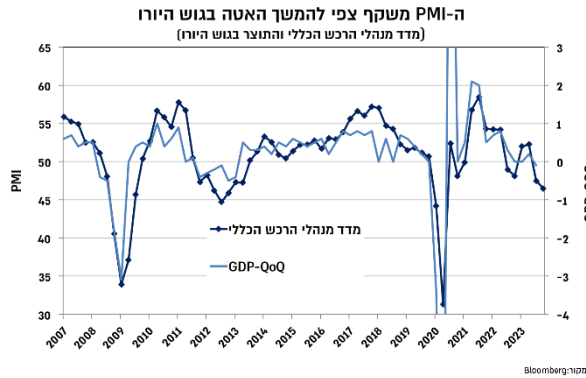
היחלשות במומנטום של הפעילות בסין
(מדד מנהלי הרכש בסין)



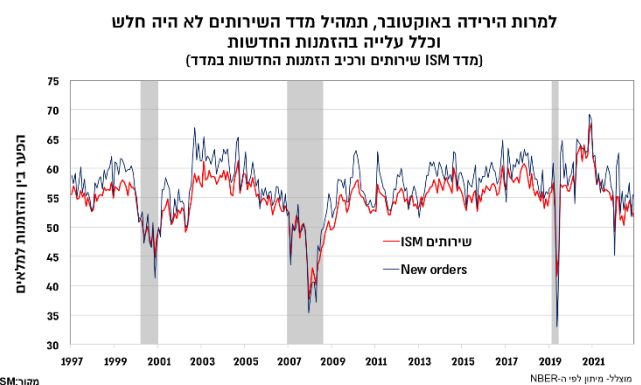
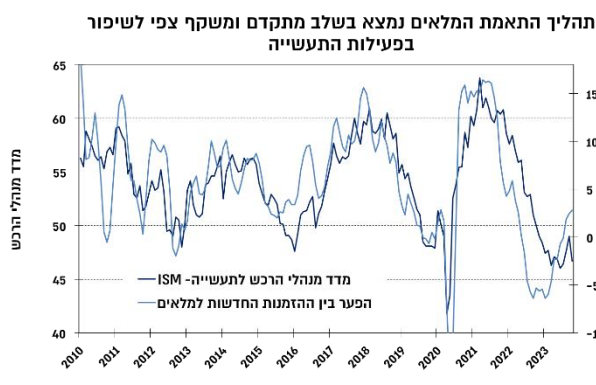
הפעילות הגלובלית עדיין מתרחבת, אך המומנטום נחלש
(מדד מנהלי הרכש הגלובלי)



סקרי הציפיות בגוש היורו איכזבו אף הם, עם המשך ירידה במדדי התעשייה והשירותים לרמות של מתחת ל-50. התבססות מדדי PMI ברמות אלו משקפת צפי להמשך צמיחה אפסית-שלילית, בדומה לזו שנרשמה ברבעון השלישי של השנה (-0.1%). במקביל, אומדן האינפלציה לחודש אוקטובר הפתיע כלפי מטה עם ירידה בקצב השנתי של המדד הכללי ל-2.9%. כאשר האינפלציה הבסיסית התמתנה אף היא, אך לקצב גבוה יותר של 4.2%. הירידה בקצב האינפלציה הכללית משקפת שילוב של אפקט בסיס וירידה במחירי האנרגיה. באופן כללי, תמהיל המדד דומה לזה שבארה"ב ומשקף ירידה משמעותית באינפלציית הסחורות (לכ-1.5%) לעומת התמתנות סביב רמה גבוהה יחסית (4.6%) באינפלציית השירותים. תמהיל אינפלציה זה והחשש מפני עלייה מחודשת במחירי האנרגיה, כאשר מהפן הריאלי הצמיחה נחלשת בתמיכת האטה ניכרת בקצב גידול האשראי מאותתים ל-ECB כי המדיניות המרסנת עושה את שלה בשלב זה, ומאפשרת לו לעבור לעמדת המתנה ממושכת ברמת הריבית הנוכחית.



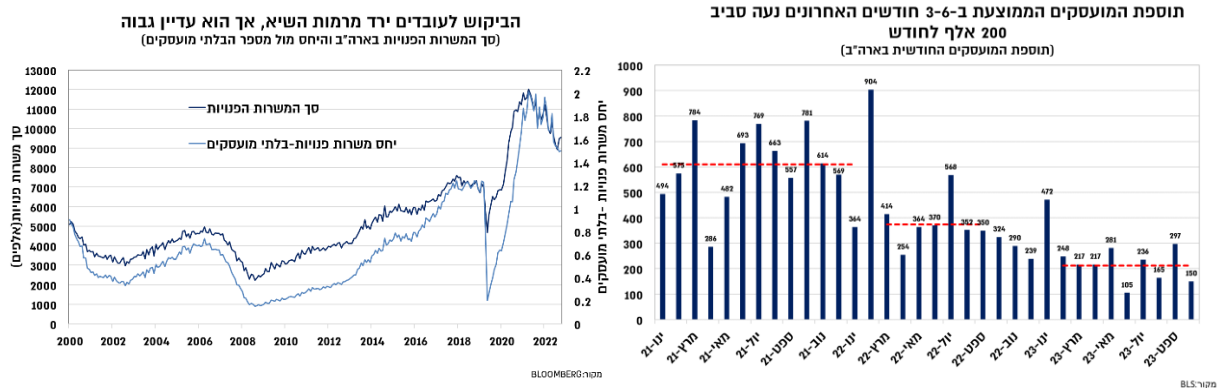
בארה"ב, מדדי ה-ISM היו אף הם חלשים מהצפוי באוקטובר. מדד ISM תעשייה שהתאושש בחודשים הקודמים, ירד באוקטובר חזרה לרמה של 46.7, והשלים רצף של שנה שבה הוא נמצא מתחת ל-50 הנקודות. הירידה במדד זה הפתיעה על רקע העלייה שנרשמה במדד התעשייה של S&P לרמה של 50 באוקטובר (מדדים אלו מאופיינים במתאם גבוה יחסית), והן בהתחשב בהמשך העלייה בפער שבין ההזמנות החדשות למלאים, שמצביע כבר מספר חודשים על צפי לשיפור בתעשייה. מדד ISM שירותים ירד אף הוא באוקטובר, ל-51.8 (מ-53.6 בספטמבר), כך שהוא ממשיך לשקף אמנם התרחבות בפעילות השירותים אך בקצב מתון יותר. בדומה למדד התעשייה, גם תמהיל השירותים לא היה חלש במיוחד, בפרט עם העלייה שנרשמה ברכיב ההזמנות החדשות (51.8 ל-55.5). לפיכך, טבעי לצפות להתמתנות מסוימת בקצב הצמיחה בארה"ב לאחר הנתון החזק שנרשם ברבעון השלישי, אך סביבת הפעילות ממשיכה להיות חיובית ולבלוט לטובה ביחס לגוש היורו ולסין.



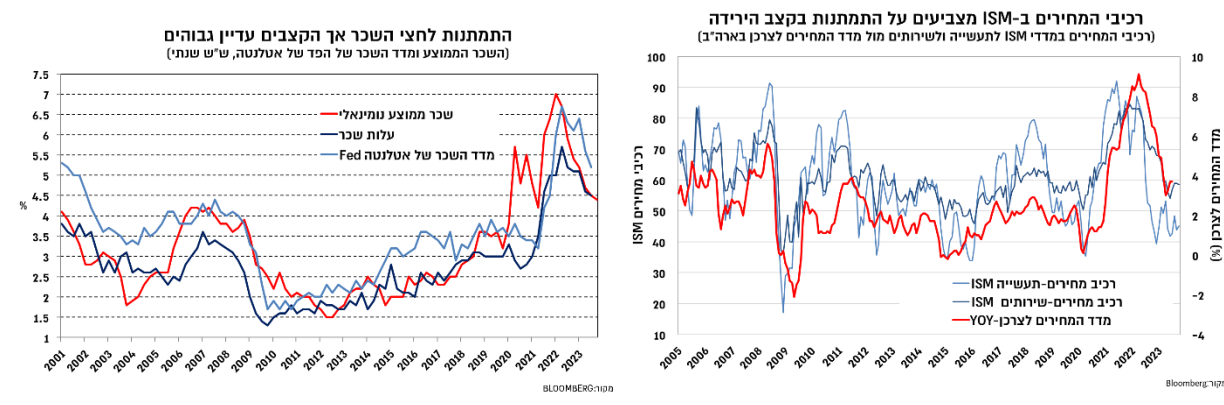
התמתנות מסוימת בנתוני התעסוקה בארה"ב, אך השוק עדיין הדוק ועם קצב שכר שאינו עקבי עם חזרת האינפלציה אל היעד

נתוני התעסוקה לחודש אוקטובר בארה"ב היו ברובם מתונים מהצפוי, אך המגמה הכללית ממשיכה להצביע על שוק עבודה הדוק. תוספת המועסקים לחודש אוקטובר הסתכמה ב-150 אלף, ובנוסף נרשם עדכון כלפי מטה של כ-100 אלף מועסקים לנתוני החודשיים הקודמים. הנתון לחודש אוקטובר הושפע מהשבייתה בענף הרכב (תרומה שלילית של כ-30 אלף מועסקים), אך גם לאחר השפעות אלו התוספת הממוצע ב-3-6 החודשים האחרונים נעה ברמה גבוהה של מעט מעל ל-200 אלף מועסקים לחודש. כמו כן, שיעור האבטלה רשם עלייה נוספת, מ-3.8% ל-3.9%, למרות ירידה קלה בשיעור ההשתתפות. לעומת זאת, נתוני המשרות הפנויות לחודש ספטמבר היו טובים מהצפי, עם עלייה לרמה של כ-9.5 מיליון

משרות, וחשוב מכך הצביעו על כך שנתוני אוגוסט (שכזכור הפתיעו במידה משמעותית כלפי מעלה) לא היו "רעש סטטיסטי", כך שהביקוש לעובדים אמנם ירד מרמות השיא, אך נותר עדיין גבוה מאוד.

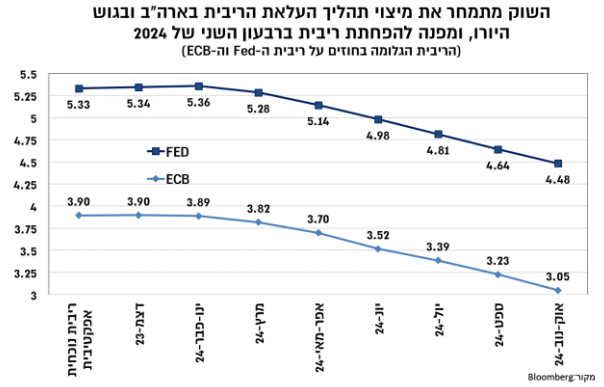
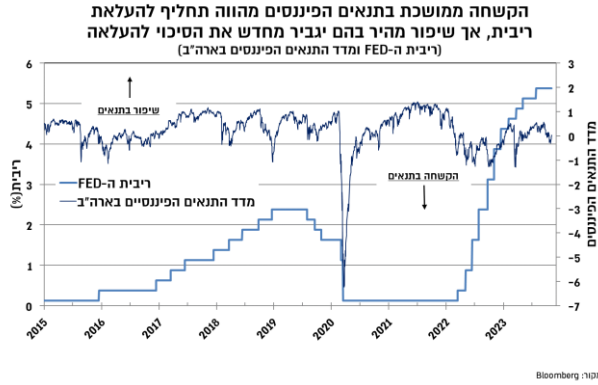


מדדי השכר השונים בארה"ב המשיכו להצביע על האטה בקצב העלייה, אך הם עדיין גבוהים ואינם עקביים עם חזרת האינפלציה אל היעד. השכר הממוצע ממשיך לנוע בקצבים של 4.5%-4%, כאשר עלות השכר ברבעון שלישי הייתה מעט גבוהה מהצפי, כך שגם היא מצביעה על קצבי עלייה של כ-4.5%. כמו כן, רכיבי המחירים במדד ה-ISM המשיכו להצביע על בלימת הירידה שנרשמה בהם מאז אמצע 2022. לפיכך, המסר שעולה מנתוני השכר ומרכיבי המחירים עקבי אמנם עם ההתמתנות בקצב האינפלציה אך לא עם חזרה ליעד, אלא משקף סיכוי גבוה יותר לאינפלציה דביקה סביב הרמות הנוכחיות של 3.5%-4%. החשיבות של התפתחות האינפלציה גבוהה שכן האופטימיות האחרונה בשווקים נשענת על ציפיה למיצוי תוואי העלאות הריבית, וזאת מתוך צפי להמשך ירידה בסביבת האינפלציה. זאת, למרות שניסיון העבר הראה כי ירידה מרמות אינפלציה גבוהות לרמות העקביות עם היעד (של כ-2%) עברו דרך הרעה משמעותית בשוק העבודה וגלישה למיתון.



בהיבט זה, אמנם השוק התעודד מהטון שעלה ממסיבת העיתונאים של פאוול, אך חשוב לציין כי פאוול השאיר פתח להעלאת ריבית נוספת, שכן הוא תולה במידה מסוימת את המשך הירידה באינפלציה בהאטה בפעילות כתוצאה מהקשחת התנאים הפיננסיים, ששקולה להעלאת ריבית. לכן, השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסיים במהלך השבוע האחרון, אינו מהווה התפתחות רצויה מבחינת Fed, ובמידה ונתוני האינפלציה לא יצביעו על המשך ירידה העלאת ריבית תעלה מחדש על הפרק. ההתפתחויות האחרונות הובילו את השוק לתמחר את מיצוי תוואי העלאת הריבית התמחור בארה"ב ובגוש היורו. בעוד בגוש היורו הסיכוי לכך גבוה יותר על רקע החולשה בפעילות והתמסורת האפקטיבית יותר של המדיניות המוניטארית, הרי שבארה"ב תמחור זה אינו טריוויאלי, על רקע צמיחה חזקה יותר ותלות בהקשחת התנאים הפיננסיים בכדי להוביל ללקוחות כשירים בלבד

להאטה בפעילות ובאינפלציה. בסקירות האחרונות ציינו כי השינוי המהיר במבנה העקום בארה"ב משיפוע שלילי חד לעקום שטוח יחסית תוך עלייה בפרמיית הסיכון לטריטוריה חיובית מציב את שוק האג"ח בתמחור גוּגן יותר, וזאת לאחר תקופה ממושכת בה פרופיל הסיכון-סיכוי לא היה אטרקטיבי במיוחד. עם זאת, הירידה המהירה בתשואות ל-10 שנים לסביבה של 4.5%, תוך שיפור בתנאים הפיננסיים, מורידה בשלב זה את האטרקטיביות של הארכת המח"מ בארה"ב.



גילוי

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאי. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ ו/או תאגידים קשורים לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ. מחזיקים בחשבונות הנוסטרו ובחשבונות המנוהלים על-ידם החזקה מהותית בניירות הערך המוזכרים בסקירה זו ועל כן עשוי להתקיים ניגוד עניינים בקשר עם סקירה זו.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי, עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידים הנמנים על קבוצת אי.בי.אי ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים. קבוצת אי.בי.אי מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור. מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.